国联证券 GUOLIAN SECURITIES

证券研究报告

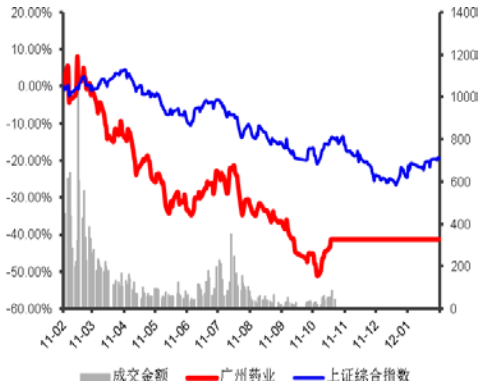
业绩增长符合预期，国药南宗整装待发

医药生物

2012 年 2 月 17 日

评级：谨慎推荐（维持）

最近 52 周走势：



相关研究报告：

《成本压力逐步缓解，产品出口步伐加快》2011-11-1

报告作者：

分析师：周静

执业证书编号：S0590510120015

联系人：

刘生平

电话： 0510-82832380

Email: liusp@glsc.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资

广州药业（600332）年报点评

公司 2012 年 2 月 17 日发布 2011 年年报，2011 年实现营业收入 54.39 亿元，同比增长 21.40%，实现营业利润 3.09 亿元，同比增长 3.66%,其中归属于母公司所有者的净利润为 2.88 亿元，同比增长 7.64%，基本每股收益为 0.36 元，**业绩符合我们之前的预期（0.37 元）**。

点评：

- **业绩逐步向好，营业利润率持续上升。**2011 年公司实现营业收入 54.39 亿元，同比增长 21.40%；实现净利润 2.88 亿元，同比增长 7.64%，**业绩符合我们之前 0.37 元的预期**。其中，第四季度实现营业收入 13.17 亿元，同比增长 25.19%，环比增长 0.94%。由于 2011 年下半年的中药材价格持续回落，使得公司消渴丸和华佗再造丸等制剂产品成本大幅下降（其中以消渴丸为代表的糖尿病药物营业利润率由 2011 年中报的 49.77%恢复至年报的 57.28%），因此第四季度单季度主营业务利润率开始大幅回升（2011Q1-2011Q4 主营业务利润率依次为：24.28%，23.49%，23.85%，28.08%）。目前中药材价格仍在低位徘徊，我们预计公司今年的成本压力将得到有效缓解，业绩将逐步向好。
- **合营企业业绩增长迅速：王老吉维持快速增长，诺诚生物恢复盈利。**合营企业王老吉 2011 年实现营业收入 19.30 亿元，净利润 14.23 亿元，净利润同比增长 35.36%。其中，除王老吉颗粒业绩快速增长（同比增速 24%）外，王老吉润喉糖和小儿七星茶也取得大幅增长（同比增速分别为 39%和 23%）。王老吉系列产品销售的持续向好是集团大健康产业业绩快速增长（我们预计增速保持在 20%以上）的有力保障。另外，诺诚生物 2011 年实现狂犬疫苗批签发 195 万人份（据中检所数据），同比增长 174%；实现营业收入 1.70 亿元，净利润 0.35 亿元，已经实现扭亏为盈。随着公司疫

格。

苗工艺的进一步规范和稳定，我们预计公诺诚生物 2012 年的净利润将实现快速增长，从而进一步大力提升广州药业的投资收益。

- **出口业务增长快速，打造“广药”国际品牌。**公司在 2011 年积极在欧洲和澳洲出口销售心脑血管药物（如华佗再造丸和昆仙胶囊等），取得很好的经济效益，实现销售收入 2.26 亿元，同比增长 55.67%。随着公司国际化进程的推进，具有较多优质优价民族医药产品的“广药”将成为知名国际品牌。公司未来业绩也将得到大力提振。
- **公司加强药品安全监控和环境保护，增强社会责任感。**公司于 2012 年 2 月 17 日发布 2011 年度社会责任报告，就广州药业加强药品安全监控和环境保护的不懈努力进行详细叙述。由此我们看出，广州药业在做好公司产品经营的同时，也不忘作为一家企业的强烈社会责任感。这也将大幅提升公司的形象和声誉。
- **广药集团积极整合，将实现集团效益最大化。**目前公司资产重组进展顺利，方案已经通过广州市和广东省国资委的审批，已经提交给国务院国资委审批。预计 2012 年内可完成重组，重组后将实现优势资源互补和快速发展，从而将实现集团效益最大化。
- **维持公司“谨慎推荐”的投资评级。**不考虑公司重组的影响，我们预计公司 2012 年和 2013 年的 EPS 分别为 0.46 元和 0.56 元。以公司 2011 年 11 月 7 日停牌时股价 13.14 元来计算，其 2012 年和 2013 年市盈率分别为 29 倍和 24 倍。由于公司业绩逐步向好和资产重组存在不达预期风险，因此我们**维持对公司“谨慎推荐”的投资评级**。
- **风险提示：**1、王老吉品牌租赁权纠纷升级；2、公司重组不达与其；3、中药材价格快速上涨。

盈利预测表:

财务报表预测与财务指标　　单位：百万

利润表	2011A	2012E	2013E
营业收入	**5,440**	**6,451**	**7,453**
营业成本	4,043	4,761	5,458
营业税金及附加	44	45	52
销售费用	711	839	961
管理费用	448	581	686
EBIT	**170**	**216**	**287**
财务费用	2	3	2
资产减值损失	-4	0	0
投资净收益	154	185	209
营业利润	**309**	**407**	**503**
营业外净收入	26	25	24
利润总额	**335**	**432**	**527**
所得税	35	47	58
净利润	**300**	**385**	**469**
少数股东损益	-12	-15	-17
归属母公司净利润	**288**	**370**	**451**

主要财务比率	2011A	2012E	2013E
成长能力			
营业收入	21.3%	18.6%	15.5%
营业利润	3.7%	31.9%	23.4%
净利润	7.6%	28.8%	21.9%
获利能力			
毛利率(%)	25.7%	26.2%	26.8%
净利率(%)	5.5%	6.0%	6.3%
ROE(%)	7.5%	8.9%	9.8%
ROA(%)	6.0%	6.7%	7.3%
偿债能力			
流动比率	3.05	2.11	2.02
速动比率	1.99	1.19	1.13
资产负债率%	18.7%	22.6%	22.9%
营运能力			
总资产周转率	100.2%	116.7%	121.2%
应收账款周转天数	62.47	45.00	42.00
存货周转天数	76.74	63.00	61.00
每股收益	**0.36**	**0.46**	**0.56**
每股净资产	4.36	5.12	5.68
P/E	**44.3**	**28.8**	**23.6**
P/B	3.0	2.6	2.3

资产负债表	2011A	2012E	2013E
现金	384	461	524
应收款项净额	931	795	858
存货	859	1,113	1,246
其他流动资产	135	160	185
流动资产总额	**2,312**	**2,535**	**2,819**
固定资产	1,000	1,100	1,162
无形资产	95	86	77
长期股权投资	1,255	1,558	1,860
其他长期资产	168	169	169
资产总额	**4,851**	**5,526**	**6,151**
短期借款	145	110	152
应付款项	356	577	646
其他流动负债	371	455	523
流动负债	**871**	**1,199**	**1,395**
长期借款	0	0	0
应付债券	0	0	0
其他长期负债	85	49	12
负债总额	**956**	**1,248**	**1,407**
少数股东权益	114	126	140
股东权益	3,782	4,152	4,604
负债和股东权益	**4,851**	**5,526**	**6,151**

现金流量表	2011A	2012E	2013E
税后利润	288	370	451
加：少数股东损	10	12	14
公允价值变动	4	0	0
折旧和摊销	1	77	86
营运资金的变动	-539	16	18
经营活动现金流	**-236**	**475**	**570**
短期投资	9	-2	-2
长期股权投资	-303	-303	-303
固定资产投资	152	-85	-85
投资活动现金流	**-142**	**-390**	**-390**
股权融资	0	0	0
负债净变化	0	0	0
支付股利、利息	-47	0	0
其它融资现金流	148	-35	42
融资活动现金流	**55**	**-35**	**42**
现金净变动额	**-323**	**51**	**222**

资料来源：国联证券研究所

无锡
国联证券股份有限公司 研究所
江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
电话：0510-82833337
传真：0510-82833217

上海
国联证券股份有限公司 研究所
上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
电话：021-38991500
传真：021-38571373

北京
国联证券股份有限公司 研究所
北京市海淀区首体南路 9 号主语国际 4 号楼 12 层
电话：010-68790997
传真：010-68790897

深圳
国联证券股份有限公司 研究所
广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层
电话：0755-82878221
传真：0755-82878221

国联证券投资评级：

类别	级别	定义
股票投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级，提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会

免责条款:

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会，还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。